Comisión de Hacienda
Carpeta Nº 3440 de 2009

Versión Taquigráfica N° 2172 de 2009

MERCADO DE VALORES

Normas para su regulación

Versión taquigráfica de la reunión realizada el día 4 de noviembre de 2009

(Sin corregir)

PRESIDE: Señor Representante Gonzalo Mujica.

MIEMBROS: Señores Representantes Alfredo Asti, José Bayardi, Irene Caballero, Pablo Pérez González, Iván Posada y Héctor Tajam.

DELEGADOS DE SECTOR: Señor Representante Álvaro Delgado.

INVITADOS: Por el Banco Central del Uruguay, economista Mario Bergara, Presidente y contador Jorge Ottavianelli, Director de la Superintendencia de Servicios Financieros; por el Ministerio de Economía y Finanzas, economista Michel Borchardt, Director de Macroeconomía; contador Gonzalo Aguiar, por la Oficina de Asesoría Tributaria; doctor Daniel Artecona, Asesor Jurídico y economista Adolfo Sarmiento, Gerente de Riesgo.

Por la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., señores Rafael González Molla, Presidente; Eduardo Barbieri, Gerente General y doctor Ricardo Olivera García, Asesor Letrado.

SEÑOR PRESIDENTE (Mujica).- Habiendo número, está abierta la reunión.

La Comisión de Hacienda tiene el gusto de recibir al economista Michel Borchardt, Director de Macroeconomía, y a los contadores Gonzalo Aguiar y Álvaro García, del Ministerio de Economía y Finanzas, y al economista Mario Bergara, Presidente del Banco Central del Uruguay, acompañado por el contador Jorge Ottavianelli, Superintendente de Servicios Financieros, y el economista Adolfo Sarmiento, Gerente de Riesgo.

SEÑOR BERGARA.- En esta oportunidad fuimos convocados para hacer la presentación del proyecto de ley referido a un nuevo marco para la operativa y la regulación del mercado de valores. Este proyecto ya tuvo un debate pormenorizado en el Senado y se le han hecho algunas modificaciones que, en general, compartimos, pero de todas maneras vamos a presentar el proyecto original.

Hemos distribuido unas láminas para que los señores Diputados puedan seguir la presentación de manera más adecuada.

El objetivo del proyecto es propiciar un funcionamiento eficiente y trasparente del mercado de valores. Me refiero a la transparencia en términos de lo que significa una adecuada información y protección del inversionista, particularmente el menos sofisticado. Ese es el objeto de interés por parte de la intervención regulatoria. Ha habido intentos previos de impulso del mercado de valores en Uruguay, y se han desarrollado instrumentos en algunas instituciones, pero es evidente que distan de lo que uno debe proponerse como país en cuanto a tener un mercado de financiamiento público y privado correcto, luego de trece años del marco legal anterior. Vamos a revisar estos episodios en los diagnósticos que pautan la necesidad de recuperar elementos de confianza como un prerrequisito indispensable para el desarrollo del mercado. Justamente, es necesario tener reglas claras de operación y regulaciones que hagan trasparente y eficiente al mercado para poder recuperar esa confianza.

Como segunda pata del proyecto, además del marco de operación y funcionamiento del mercado, se plantea la necesidad de la promoción. Debemos tener claro que la recuperación de la confianza tiene que venir acompañada de elementos de promoción específicos, donde obviamente es fundamental la acción del sector privado conjuntamente con el Estado en esta materia. La promoción ha sido entendida como un elemento relevante en este proceso, que incluye beneficios tributarios específicos.

Las razones del cambio legal son las siguientes. La primera es que ha habido modificaciones en las formas de operación de los mercados a nivel local e internacional y generación de instrumentos de mercado en el terreno financiero. En general, todos estos elementos están en un estado menos que incipiente de desarrollo en el caso uruguayo. Por lo tanto, el marco legal debe tomar en cuenta estos cambios en la forma de operación y en los instrumentos de mercado, con un enfoque regulatorio diferente al anterior, consistente con el objetivo de la protección reitero de los inversionistas no sofisticados, básicamente a través de regulación e información, que promueva la eficiencia y los menores costos de funcionamiento. Se trata de que todo el proceso de financiamiento de proyectos de inversión productiva, empresas, etcétera, se haga de la manera más transparente posible en términos de información, porque se presta básicamente a quien se conoce y con los menores costos de funcionamiento. El enfoque de la regulación y el marco legal deben ser congruentes con esos objetivos de trasparencia, protección de inversiones no sofisticadas y eficiencia.

La razón del cambio también tiene que ver con este nuevo enfoque regulatorio en la medida en que esto, además, se combine con actividades e instrumentos específicos de promoción del mercado de valores en el país. Hay aspectos que han sido incorporados en el Senado, como las normas sobre derechos de propiedad de valores representados por anotaciones en cuenta, o sea valores escriturales. Es decir, toda la normativa que refiere a la clara indicación y definición de derechos de propiedad en el contexto de operativa con valores escriturales, normas también referidas a las obligaciones de los emisores de oferta pública. Y en esto reiteramos, básicamente, la necesidad de la transparencia de información referida a los emisores de oferta pública y a las características de lo que llamamos los gobiernos corporativos, que controlan la toma de decisiones, valoran y chequean esas decisiones a nivel de los distintos emisores, como así también se ocupan de la regulación de las actividades y condiciones para operar, como auditoría externa, de estos y de los demás agentes de mercado. Básicamente, se genera toda una regulatoria que apunta a afijar de manera más reglada que en el pasado aspectos referidos a la operativa en cuanto al derechos de propiedad en valores escriturales, obligación de los principales agentes de mercado incluida d e manera específica la actividad de las auditorías externas.

Otros aspectos importantes que resuelven el problema tienen que ver con la clara necesidad de normas adecuadas de contabilidad para promover la transparencia informativa. Esa es la diferencia del funcionamiento del mercado de financiamiento bancario. Justamente, a través del mercado se financia directamente a una empresa sin un previo proceso de valores de análisis de intermediación y de los riesgos que hacen los bancos, además de las rentabilidades.

Por lo tanto, el factor fundamental es la información. Entonces, volviendo a lo que decíamos anteriormente, uno le presta a quien conoce; si la información corporativa, empresarial, no es transparente es difícil que se logre que alguien preste directamente para un proyecto o para el funcionamiento de una empresa. La información es la clave para que el mercado de valores funcione. Esto no lo inventamos nosotros, es la enseñanza obvia de todos los procesos de los sistemas financieros en el mundo y de por qué en algunos

países se desarrollan de manera relativa, más o menos, los sistemas de intermediación. Los Bancos también realizan una tarea informativa para los mercados de financiamiento porque la transparencia de la información y las reglas que determinan y promueven dicha transparencia son básicas para que efectivamente haya financiamiento directo a los proyectos y las empresas.

Aquí creo que vale la pena hacer una pequeña puntualización. Cuando se presentan proyectos en el mercado de valores y otros proyectos de ley que tienen que ver con el sistema financiero se tiene esta visión integral de transparentar mejor y fijar reglas adecuadas a nivel internacional con respecto a la información contable de las empresas. Por lo tanto, de alguna manera, este proyecto se concebía acompañado de otros, que aún están siendo discutidos a nivel parlamentario, que refieren a la necesidad de avanzar hacia las normas internacionales de contabilidad como elemento central de información financiera y de proyección de las empresas a nivel público.

Si bien se trata de dos proyectos separados, tenemos que entender que si las empresas no asumen ciertas reglas de información financieras y las trasmiten al mercado de manera transparente difícilmente vaya a haber financiamiento directo en estas y difícilmente pueda desarrollarse de manera integral un buen mercado de capitales.

El otro aspecto que se incorpora en el proyecto de ley es el referido a la regulación específica de entidades registrantes y el incentivo al uso de valores escriturales, en esa lógica de reducir los costos de funcionamiento de mercado. Nos referimos a incentivos y regulación que den las garantías suficientes para dar seguridad a los inversionistas que, reitero, pueden ser poco sofisticados en cuento a su capacidad de análisis financiero y de obtener información empresarial y financiera.

Como se verá este proyecto apunta a la regulación de los agentes de mercado, a algunos aspectos fundamentales de operativa de mercado y a la promoción del mercado de valores. Estos son los elementos que distinguen la propuesta y la intención de este nuevo impulso del mercado de valores de una serie de problemas que, a nuestro entender, habían caracterizado el funcionamiento del mercado de valores en Uruguay previamente. Por lo tanto, la información que sigue refiere, justamente, a elementos de diagnóstico. Sabemos que han ocurrido problemas en el mercado de valores y conocemos su raíz, por lo tanto conocemos de qué manera deberían superarse.

El primer problema diagnosticado son las potestades insuficientes del organismo regulador. De hecho, la lógica del mercado de valores que se impulsó hace trece o catorce años tenía como soporte la llamada autorregulación. En el contexto de la autorregulación se desarrollaron algunas cosas, otras se llevaron a cabo un tiempo y después murieron y otras no pudieron desarrollarse, pero lo que está claro, tanto en la experiencia local como internacional, es la necesidad de la regulación de los mercados de capitales, sobretodo pasada la crisis financiera internacional de 2008. Luego de ella se demuestra a las claras que el problema en el terreno financiero de las áreas que estaban menos o peor reguladas es bastante más significativo que en aquellas que tenían una regulación y supervisión suficiente.

En el marco actual de las normas legales sobre el mercado de valores esta autorregulación implica que no haya un organismo regulador con potestades suficientes en varios aspectos. En primer lugar, en lo que llamamos el control prudencial, es decir, en fijar normas que prudencian otras que apuntan a que los agentes del mercado no asuman riesgos excesivos y actúen de manera prudente en términos de riesgo, básicamente, porque la plata con la que están operando no les pertenece.

Por lo tanto, es necesario tener una lógica de regulación prudencial con la misma filosofía con que se la tiene a nivel del sector bancario. Esto no quiere decir que las reglas tengan que ser las mismas ni mucho menos. Sí quiere decir que tiene que haber una estructura de regulación de normas de prudencia, porque los agentes del mercado de valores están operando normalmente con dinero de inversionistas poco sofisticados. Por ende, deben tener reglas que los incentiven a no tomar riesgos excesivos en su funcionamiento.

Entonces, las insuficientes potestades del regulador ya mencionadas debilitan la transparencia del mercado y su buen funcionamiento, así como la protección de los inversores menos sofisticados. A la vez, también se dificulta la posibilidad de detectar infracciones y de sancionarlas adecuadamente.

Al mismo tiempo, decíamos que había insuficientes potestades para la obtención de información justamente en la investigación de infracciones. Acá hay una cosa que es bien clara. El hecho de que haya irregularidades

que no puedan ser investigadas o sancionadas adecuadamente no va a contribuir a que se regenere ninguna confianza en un mercado que se tiene que basar necesariamente en aspectos de confianza. Justamente, uno de los pre-requisitos para impulsar el mercado de valores es recuperar la confianza. Cuando alguien pone su dinero sobre la mesa para financiar proyectos y demás, pero no percibe un claro contexto de investigaciones y sanciones en los casos que corresponda, difícilmente vuelva a hacerlo al día siguiente. O sea que el elemento para recuperar la confianza, en buena medida, pasa por un organismo de regulación que tenga las potestades suficientes para investigar irregularidades y para sancionar en consecuencia.

Un tercer aspecto entre los problemas diagnosticados tiene que ver con algo que está bastante en boga a nivel internacional que apuntamos a mejorar y corregir con el proyecto y refiere a las posibilidades de un organismo regulador de intercambiar información sobre delitos en mercados de valores. Acá no estamos hablando de otros delitos que no sean los referidos a los mercados de valores, que luego los vamos a ver con un poco más de detalle. Pero, básicamente, el organismo regulador que tiene estas potestades insuficientes está limitado también al tipo de convenios que incluyan intercambios de información con otros reguladores del exterior, incluso cuando está de por medio la investigación de los delitos específicos en los mercados de valores.

Otro problema diagnosticado tiene que ver con las deficiencias en el proceso de autorregulación. Reitero que no es intención de este planteo generar una discusión conceptual entre las bondades de la regulación, de la autorregulación o de la ausencia de la regulación. Lo que está claro es que la autorregulación permitió algunas cosas. Pero, evidentemente, a ojos vista, en trece o catorce años, el mercado de valores no ha tenido el desarrollo que todos esperábamos cuando se generó un contexto más autorregulado. Al menos, en el diagnóstico que nosotros hacemos, el hecho de dotarlo de una regulación eficaz, creíble, sólida y, además, de los elementos de promoción con el sector privado, contribuirá a reimpulsar el mercado de valores. De todas maneras, en el diagnóstico explícito que se hace sobre el mercado de valores queda claro que la autorregulación en general no ha sido eficiente para atender los intereses de los inversores minoristas, de los inversores menos sofisticados. Ha habido una ausencia de reglas de idoneidad para intermediarios; ha habido debilidad en la supervisión del cumplimiento de normas que regulan la negociación y la conducta profesional de los intermediarios de valores; y no se han aplicado en toda su dimensión los procedimientos disciplinarios, además de las insuficientes capacidades para imponer sanciones y para suspender la participación en el mercado de algunos intermediarios. Obviamente, ese esquema en el que primaba la autorregulación tiene implícito un conflicto de intereses entre supervisor y supervisado, entre regulador y regulado, porque la autorregulación implica que uno se está regulando a sí mismo. Por lo tanto, a veces, cuando se generan problemas uno tiende a ser un poco indulgente consigo mismo.

A nuestro entender, tanto la experiencia local como la internacional aconsejan ir a un esquema de una regulación eficaz, acompañado de una mayor promoción explícita entre el sector público y el privado. En este diagnóstico, la experiencia local demostró que la ambigüedad de las potestades que tenían el regulador y las bolsas no contribuía a un buen esquema de cooperación entre el sector público y el privado; que las dificultades de supervisión de las bolsas respecto de sus miembros no aseguraban el cumplimento de las normas de conducta. Vale la pena decir que, a nivel internacional, estas normas de conducta son muy estrictas y tienen penas durísimas. En general, es noticia cuando en países como Estados Unidos hay delitos asociados a la comisión de valores. Obviamente, se manejan volúmenes de recursos muy grandes pero, como contraparte, se tienen sanciones realmente muy duras en este contexto.

Otro aspecto al que arribó la experiencia local es que la intervención subsidiaria por parte del sector público, del organismo regulador subsidiaria en el sentido de que recién actúa una vez que la autorregulación no funcionó, es decir, una vez que las bolsas no han actuado, se tradujo en que era más difícil obtener la información necesaria y a tiempo. O sea que la intervención, en ese contexto, suele ser insuficiente e inoportuna, y no llega a tiempo como para detectar los problemas, las dificultades y mucho menos para lograr un esquema de funcionamiento y de sanciones acordes al tema.

A nivel internacional, también la experiencia indica, a nuestro entender, la necesidad de una regulación clara y rigurosa en esta materia. En los mercados de mayor dimensión, la autorregulación con asiento en las bolsas de valores ha sido sustituida por la regulación con asiento en entidades independientes de las bolsas, permitiendo así que el regulador y el regulado se separen a fin de evitar ese conflicto de intereses inherente a la autorregulación. Además, los problemas internacionales, con la crisis financiera internacional como la frutilla de la torta, generan toda una nueva ingeniería de instituciones y productos financieros que siempre la

regulación "corre de atrás" entre comillas y la insuficiencia de regulación sobre esos instrumentos ha generado los problemas que todos hemos visto a nivel internacional.

Por lo tanto, si queremos impulsar la eficiencia y la transparencia del mercado de valores, tanto la experiencia local como la internacional sugieren la necesidad de un imprescindible cambio en el enfoque regulatorio, otorgando potestades a un organismo regulador que esté separado del propio funcionamiento del mercado, que sea una entidad separada de las propias bolsas. Entonces, se le deben otorgar potestades suficientes para fijar reglas y para supervisar en forma y a tiempo el funcionamiento del mercado de valores, tanto en lo que es toda la reglamentación de la instalación, el funcionamiento y la operación de los intermediarios de valores agentes fundamentales en la operativa del mercado como en lo que entendíamos con una lógica de regulación prudencial, con el requerimiento de capital según los riesgos que los intermediarios vayan tomando. También en ese aspecto la filosofía es similar a la que se tiene a nivel de la intermediación financiera en cuanto a que se procura una regulación prudencial que mitigue una toma excesiva de riesgos reitero, porque se está trabajando con dinero ajeno y que, por lo tanto, uno tiene que poner más capital propio a medida que toma más riesgos. Es decir, tiene que acompañar ese proceso; tiene que ser más costoso en términos de capital propio a medida que toma más riesgos.

Reitero que la regulación de bancos y de mercados de valores no es idéntica, no debe serlo, tiene sus especificidades. Pero la filosofía de proteger a los inversores menos sofisticados y de requerir capital que se acompase con la toma de riesgo de los agentes es conceptualmente similar.

Un tercer punto en este cambio regulatorio, además de la capacidad de supervisar y detectar a tiempo los problemas, es adecuar las sanciones para que efectivamente operen como un elemento de amenaza ante posibles irregularidades, instrumentando un esquema de graduación de sanciones, multas, etcétera, para los emisores que vayan cometiendo irregularidades..

Se mantiene una lógica de mayor autoregulación para los aspectos más operativos del mercado. Una vez fijadas las reglas y las potestades de regulación, de supervisión y de sanción por parte del organismo regulador, creemos que los aspectos operativos ya no deben ser un elemento intrusivo por parte del sector público, sino que tienen que estar, sí, más coordinados, más comandados por los propios agentes, por las bolsas de valores.

Otro aspecto en el cambio del enfoque regulatorio es la necesidad de acompasarnos al mundo, de tener capacidades de intercambio de información suficiente con respecto a temas de mercado de valores con otros reguladores a nivel internacional. Por lo tanto, se plantean las necesarias potestades para intercambiar información con reguladores extranjeros, siempre sobre la base de mantener la reserva correspondiente a esa información.

Cabe aclarar que en el proyecto de ley se está planteando la posibilidad de intercambiar información inclusive amparada en el secreto bancario, en la misma lógica que ya se tiene a nivel normativo con relación a los delitos de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo. Aquí se plantea la posibilidad de intercambiar información con reguladores extranjeros a nivel de reguladores de mercado de valores en caso de delitos de mercados de valores que impliquen una irregularidad en el funcionamiento del mercado de capitales, como ser la utilización de información privilegiada, la manipulación de mercado, la inducción a actuar en base a información engañosa, etcétera. Los delitos propios de mercado de valores esencialmente tienen que ver con temas de información. Por eso insistimos en la transparencia de la información. El hecho de que la información empresarial esté basada en normas internacionalmente aceptadas, el hecho de regular de manera más sólida sobre la necesidad de que las empresas transmitan su información financiera de manera internacionalmente aceptada, va a ser un requisito sustancial para que efectivamente se desarrolle el mercado de capitales. Digo esto porque los delitos concebidos en el mercado de capitales tienen que ver con utilizar información privilegiada, información engañosa, con manipular información a favor de un agente o de otro. La palabra información es la clave de un buen funcionamiento del mercado de capitales. En particular, la información financiera empresarial es la que va a permitir o no que el mercado se desarrolle con financiamiento directo.

Otro aspecto en el cambio del enfoque regulatorio refiere a la necesidad de que el órgano regulador tenga potestades para requerir información a entidades que no estén directamente reguladas en este esquema de mercado de valores, en el contexto de irregularidades o investigaciones correspondientes. Me refiero a que el

regulador tenga la potestad de solicitar esa información y eventualmente sancionar ante el incumplimiento de la presentación de esa información.

Por lo tanto, estamos proponiendo un nuevo enfoque que combina regulación, supervisión, adecuadas normas de sancionamiento y promoción de mercado. El nuevo enfoque regulatorio implica profundizar la lógica de la regulación prudencial de acuerdo a riesgos, precisamente con la intención de mitigar la toma de riesgos por parte de los agentes, la eliminación del conflicto de intereses entre supervisor y supervisado que está implícito en la autoregulación y tener un esquema sancionatorio adecuado y oportuno.

Esto nos permitiría contribuir a que haya un menor riesgo global en el sistema. El riesgo sistémico se mitiga por las normas de regulación prudencial, la supervisión específica y la credibilidad de las amenazas de sanción en un contexto de mayor eficiencia, es decir, de menores costos de funcionamiento. Las normas están pensadas para instalar a los intermediarios de valores, a los agentes de valores, los valores escriturales, etcétera, en un contexto que provea mayor protección a los inversores menos sofisticados, a aquellos que están dispuestos a poner su plata en el mercado para financiar proyectos productivos y que individualmente no tienen la capacidad de procesar información compleja a nivel empresarial.

A su vez, esto tiene que estar dando mayor protección a los agentes de mercado, a los intermediarios de mercado, porque precisamente una buena regulación, con un buen esquema sancionatorio permite distinguir y operar con tranquilidad a aquellos que pretenden hacer las cosas bien en el mercado de capitales.

Este enfoque de regulación debe necesariamente combinarse con una lógica de promoción. Debemos ser activos en la promoción del mercado de valores si queremos recuperar esa confianza y dar un nuevo impulso al mercado de valores. Por lo tanto, se está proponiendo que esta regulación y supervisión descanse a nivel del organismo de regulación que de hecho tiene algunas potestades incipientes en esto, que es el Banco Central, a través de la Superintendencia de Servicios Financieros, de manera consistente con lo que fue aprobado el año pasado, como la Carta Orgánica del Banco Central, y que la promoción del mercado se haga esencialmente en coordinación con el sector privado, que tiene un rol fundamental para la promoción de este nuevo enfoque, de esta nueva lógica de funcionamiento del mercado de capitales. En ese sentido, el proyecto propone la creación de una Comisión de Promoción del Mercado de Valores, como una comisión público-privada, integrada por organismos que no sean el organismo regulador, como el Ministerio de Economía y Finanzas, las distintas bolsas de valores, los principales actores institucionales, como las Administradores de Fondos de Pensión, etcétera. Obviamente esta Comisión de alguna manera va a ser un asesor directo en los aspectos regulatorios porque se especializará en mercado de valores, en información de mercado de valores. Por lo tanto, a los aspectos de promoción pueden adicionarse, de manera no preceptiva obviamente, posibilidades de asesoramiento, de opinión, de propuesta hacia el marco normativo. Las acciones de promoción requieren la coordinación público-privada en un contexto de un nuevo enfoque regulatorio que creemos imprescindible para el impulso al mercado de capitales en el país, que es lo que este proyecto de ley está proponiendo.

Sabemos que es un proyecto de ley largo, que tiene unos cuantos artículos, que han sido tratados de manera detallada y minuciosa en el Senado y que han sido fruto de mejoras en la Comisión de Hacienda del Senado que luego se plasmaron en el pleno. Queremos transmitir que estamos satisfechos con esas mejoras que se han introducido por parte de legisladores de diversos partidos políticos y que entendemos que, más allá de la votación de cada artículo, la discusión, la filosofía mantenida con los legisladores tuvo un amplio grado de consenso y de acuerdo sobre la necesidad de impulsar esta lógica y este nuevo marco legal para el mercado de capitales.

Quedamos a disposición para contestar las preguntas de los señores legisladores, sin perjuicio de que en el trabajo posterior de la Comisión también estemos a las órdenes, ya a nivel especializado sobre aspectos normativos, regulatorios, jurídicos, etcétera, y también sobre aspectos tributarios. Decíamos que la promoción de mercado incluía beneficios tributarios adicionales, excepcionales para esta promoción del mercado de valores. Por lo tanto, también la gente del Ministerio y de la Asesoría Tributaria del Ministerio quedan a las órdenes para explicar o profundizar los aspectos de promoción tributaria que contiene el proyecto.

Muchas gracias.

SEÑOR BORCHARDT.- Acompañamos la exposición que se ha realizado, y quedamos a disposición de ustedes, especialmente en consultas vinculadas al tema tributario.

SEÑOR POSADA.- Haciendo un repaso de una norma que, como se ha dicho, realmente es muy larga, quiero hacer referencia al artículo 75 del proyecto finalmente aprobado por el Senado, referido a las garantías. En el proyecto que vino del Poder Ejecutivo había un quinto inciso, que fue eliminado, que decía que no sería de aplicación lo dispuesto por el artículo 61 de la Ley Nº 10.976. Nos gustaría que se compartiera con nosotros el fundamento por el cual se eliminó ese inciso y si en definitiva esto es compartido por las autoridades del Banco Central del Uruguay.

SEÑOR ARTECONA.- La explicación es muy sencilla. Esa referencia era al impuesto a las hipotecas, norma que actualmente está derogada. Por lo tanto, no correspondía una exclusión cuando se trata de un impuesto derogado.

SEÑOR PRESIDENTE.- Si no se hace uso de la palabra, solo resta manifestar que consideramos muy satisfactoria la presentación que hicieran nuestros visitantes, a quienes agradecemos su presencia en este ámbito.

(Se retira de Sala la delegación del Ministerio de Economía y Finanzas y del Banco Central del Uruguay)

—— El señor Diputado Pérez González ha solicitado la palabra para plantear un asunto relativo a su departamento, respecto al conflicto entre las tarjetas de crédito y los hoteles.

SEÑOR PÉREZ GONZÁLEZ.- La idea es realizar más que nada una mediación, en la medida en que desde el punto de vista institucional es muy difícil que se llegue a una solución inmediata y hay que entender que ya estamos ingresando a la temporada de verano, que es de gran importancia para el departamento de Maldonado.

Más allá de que se trata de un problema entre particulares y de un tema comercial cuya discusión depende enteramente de las partes que están involucradas, como tiene una repercusión importante desde el punto de vista social en nuestro departamento, creo que amerita nuestra participación como Representantes del mismo, así como del conjunto de la Comisión de Hacienda, en la medida en que es un problema del país.

(Diálogos)

SEÑOR PRESIDENTE.- Si hay acuerdo entre los miembros de la Comisión, para la sesión de la próxima semana estaríamos convocando al Centro de Hoteles de Punta del Este y a la Cámara emisora de tarjetas de crédito, haciendo extensiva la invitación a los Representantes de todos los partidos políticos por el departamento de Maldonado.

(Apoyados)

SEÑOR PRESIDENTE.- Por otra parte, como en la reunión del próximo miércoles también va a comparecer ante la Comisión la Bolsa de Valores de Montevideo con relación al proyecto de ley sobre mercado de valores, la Mesa informa que la intención de la Presidencia es someterlo a consideración ese mismo día, luego de recibir a la mencionada delegación. No sé si podremos terminar de votar el proyecto pero, si no hay inconvenientes, por lo menos podríamos avanzar en la medida en que no hay objeciones de contenido sobre la norma.

(Apoyados)

Entonces, el próximo miércoles recibiríamos a una delegación a la hora 12 y a la siguiente a las 12 y 30.

(Ingresa a Sala una delegación de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.)

—— Continuamos con el análisis del proyecto de ley relativo al mercado de valores, por lo que recibimos la visita de la delegación de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. BEVSA, integrada por su Presidente, el señor Rafael González Molla, el Gerente General, Eduardo Barbieri, y el asesor letrado, doctor Ricardo Olivera García, a quienes les agradecemos su presencia.

SEÑOR BARBIERI.- Agradecemos la oportunidad de comentar algunos aspectos de este proyecto que ya ha tenido un desarrollo importante en el Parlamento.

Queremos hacer una breve exposición y comentar algunas características de BEVSA. El doctor Olivera García comentará uno de los artículos que más nos preocupa y en el cual queremos poner el foco. Luego el Presidente de la Bolsa, el señor Rafael González, hará referencia a algunas características adicionales al respecto.

BEVSA fue creada en el año 1994; cumplió quince años en el mes de setiembre, y su objetivo era proveer a los agentes financieros del Uruguay y de los demás países de la región un ámbito de transacción y liquidación transparente y confiable. BEVSA está integrada por todas las instituciones de intermediación financiera, por las AFAP en su calidad de operadoras especiales, también por las otras Cajas de Jubilaciones y Pensiones Bancarias, por la Caja de Jubilaciones y Pensiones Profesionales y por el Banco de Seguros del Estado. La Bolsa opera en forma absolutamente electrónica, continua y remota y no se identifica al oferente ni al tomador del producto hasta tanto las operaciones se cierren. BEVSA transa en tres mercados distintos: un mercado de cambio, otro de dineros y otro de valores, al igual que diferentes Bolsas de la región y muchas del mundo.

En estos quince años BEVSA ha tenido un notable crecimiento y hoy concentra el 83% del mercado de valores, como cifra baja, ya que en algunas estadísticas del propio Banco Central llega a concentrar, solamente en valores, el 90%. En estos últimos cinco años, que comienzan en el 2004, ha incrementado por ocho su operativa. En este sentido, BEVSA ha permitido no solamente generar crecimiento sino una operativa muy interesante. En ella tanto el Banco Central como el BROU son los actores principales y el BROU ha sido el Vicepresidente de la institución en estos últimos períodos, desde el comienzo, si no me equivoco.

En este sentido, BEVSA es un ambiente totalmente electrónico, que se basa en una plataforma electrónica de fuerte impacto y que tiene que estar disponible absolutamente siempre y con un nivel de continuidad muy alto, que es lo que da confiabilidad a los operadores y que es lo que ha permitido que tenga ese crecimiento. Esta infraestructura que se desarrolla para las ruedas que operan entre las horas 10 y 17 tiene sus picos; por lo tanto, el diseño para tener eficiencia en todo momento se ha tenido que definir de acuerdo con esos momentos de pico, para lo cual BEVSA ha desarrollado su infraestructura de forma tal que tenga redundancia, contingencia, etcétera. En ese sentido, el valor que tiene la infraestructura en BEVSA, o el peso de dicha infraestructura, le ha permitido desarrollar otras actividades en relación con los servicios financieros.

BEVSA comienza como un ámbito de negociación; solamente se hacían transacciones; luego, desarrolla la liquidación y compensación de los contratos que ahí se dan, que en su gran mayoría se liquidan en las cuentas del Banco Central, pero se hace en tiempo real. Esto ha permitido, entre otras cosas, eliminar el riesgo de crédito; es decir: en una determinada transacción se transa con una parte y hasta tanto esta no ponga los títulos o el dinero, la operación no se cierra, con lo cual no se corre el riesgo de que no se vaya a pagar o de que no se entreguen los fondos. Esto se ha ido sofisticando y ha permito también que BEVSA haya desarrollado, en conjunto con el Banco Central, algunas áreas vinculadas con esta liquidación y compensación que se extienden al área de sistema de pagos. Al respecto, hay una ley que también pasó por el Parlamento y que fue aprobada recientemente, que va a permitir las cámaras de compensación, las cajas de valores, que en otros lugares también son propiedad de las bolsas de valores, como por ejemplo en Brasil y en Argentina.

Vale la pena decir además que en estos quince años BEVSA no solamente jamás ha sido sancionada sino que nunca tuvo ni siquiera una observación por parte del Banco Central. Ha tenido un cumplimiento casi total de todas las operaciones. El único caso en que esto no sucedió fue en una operación durante el cierre de COFAC; fue la única operación que se incumplió. Aparte de ese caso, durante quince años, aun en la crisis del año 2002, todas las operaciones se cerraron convenientemente.

BEVSA también está desarrollando la Norma 27.001, de seguridad tecnológica, que le va a permitir cumplir con algunos de los requerimientos que le piden las instituciones para operar. Para poder cumplir con todos estos requerimientos son necesarias fuertes inversiones y una fuerte utilización de los sistemas de negociación y de la infraestructura existente. Sin perjuicio de lo que dije acerca del crecimiento de BEVSA, del número de operaciones, el tamaño de nuestro mercado es infinitesimal, es muy, muy pequeño, por más que los aprovechamientos de la infraestructura están al nivel de lo que se hace en otros países. Para que tengan una idea, nosotros compartimos la misma tecnología para el mercado de renta fija, el mismo programa, que tiene BOVESPA, la Bolsa de Valores de San Pablo, hoy un gigante de América Latina; creo que es la quinta bolsa del mundo según la estadística de diciembre de 2008.

Por último, BEVSA ha desarrollado un "outsourcing" para las AFAP, usando el mismo caño de comunicación que tenemos en la negociación, para que las administradoras manejen la gestión de las carteras, en particular, las bases de datos de los afiliados. Tiene una red de comunicación financiera asociada a ese mismo canal, donde se hacen la liquidación y compensación y la negociación, que son tareas propias de la bolsa.

También tiene un Service Bureau de Swift, que es otra forma de cancelar las operaciones, pero no solamente de dinero, sino de cambio y de valores en el exterior. Recientemente, además, ha desarrollado los pagos por Internet.

Todo esto se ha hecho utilizando la misma infraestructura pero en forma separada, e insisto en que no hemos tenido ninguna observación por parte del Banco Central en ese sentido.

Quisiera que el doctor Ricardo Olivera explicara uno de los aspectos del proyecto de ley que implica un problema para nosotros y que queremos poner a consideración de ustedes.

SEÑOR OLIVERA.- Oportunamente, BEVSA planteó a la Cámara de Senadores una cantidad de comentarios que le merecía el proyecto de ley y trasmitió que no comparte en general su filosofía. Sin perjuicio de esto, creemos que en la etapa en que se encuentra el proyecto corresponde plantear, sin poner sobre la mesa hoy nuestra opinión sobre la filosofía general de la iniciativa, sino que simplemente queremos destacar uno de los artículos que nos preocupa mucho en forma institucional. Me refiero al artículo 87, que establece la definición, el concepto de Bolsa de Valores.

Este proyecto de ley prevé la Bolsa de Valores como aquella entidad que tenga por objeto exclusivo la operación de valores, porque en última instancia limita su operativa a los valores y a otras actividades conexas que de alguna forma sean autorizadas por el Banco Central del Uruguay. Este es el tema central de la solución legislativa que nosotros consideramos realmente complicada para la operativa de BEVSA. Lo vemos así porque BEVSA nació como explicaba recién el economista Barbieri y adquirió su viabilidad como Bolsa y como institución con una operativa que trascendía y trasciende al mercado de valores.

Cuando se evaluó la viabilidad de BEVSA a nosotros nos tocó participar de todo el proyecto, en la elaboración, creación y puesta en marcha de BEVSA, se consideró precisamente que no era viable operando exclusivamente en valores. Aún cuando como dijo el economista Barbieri hoy tiene entre 80% y 90% dependiendo de los períodos del mercado total de valores uruguayo, eso no justifica la inversión, la estructura, el montaje que BEVSA ha realizado; se viabilizaba incorporando, con la misma tecnología, el mercado de transacciones de cambios y el mercado de transacciones de préstamos interbancarios de dinero.

BEVSA nació con tres mercados: valores, dinero y cambios. Estos tienen tamaños similares cuando no bastante mayores aún que el mercado de valores. Por ejemplo, el Banco Central es un activo operador en los mercados de cambio y en los mercados de dinero de BEVSA; con el mercado del Banco República ocurre exactamente lo mismo. Son mercados que fluctúan según el tema, pero que históricamente han adquirido una dimensión aún mayor que el mercado de valores. Entonces, operar en los tres mercados sobre la misma plataforma, con el mismo "software", la misma estructura y el mismo soporte fue, de alguna manera, el proyecto original de BEVSA, en lo cual se basó la viabilidad de su propia creación.

Además, a lo largo del tiempo, BEVSA ha ido incorporando otras actividades igualmente importantes para el sistema, que ha venido operando con la misma base tecnológica y con la misma estructura. Por ejemplo, el procesamiento de pagos interbancarios y de cuentas del Banco Central, al cual se refirió recién el economista Barbieri, se canaliza a través del sistema de comunicaciones que BEVSA ha montado, que es el sistema de

interconexión entre los operadores financieros más importantes y eficientes que hay en plaza; por eso se utiliza. El propio swift opera a través de BEVSA, lo cual está mostrando esa eficiencia

Hoy, y desde hace muchos años, BEVSA está operando el clearing de cheques interbancarios. No es un tema bursátil, pero su conexión entre los bancos y la posibilidad de trasmitir la información a través del esquema que tiene de interconexión tecnológica entre los mismos le ha permitido esto.

Otra actividad es la relativa a los servicios de requerimiento de capital. BEVSA provee medios informáticos a instituciones financieras para procesar los requerimientos de riesgo de mercado. Además, permite cumplir con normas del Banco Central a través de información que se obtiene de la propia BEVSA

También el pago de tributos a la DGI, al BPS a través de cuentas bancarias se canaliza a través de BEVSA. Hay muchos operadores económicos que a través de sus cuentas en bancos pagan el BPS. Ese es el servicio que BEVSA está dando a estas entidades.

Asimismo, brinda servicios de contingencia a las AFAP. Estas tienen un servicio tecnológico que se respalda y tiene su contingencia en BEVSA, es decir, que su respaldo alternativo lo da el servicio tecnológico de BEVSA.

La trasmisión de datos entre los cajeros automáticos, la liquidación de los saldos de los operadores en los cajeros automáticos también se realizan hoy a través de BEVSA. Estamos avanzando en el área de clearing de cheques para que el procesamiento sea absolutamente electrónico en todo el mercado. En ese sentido también la intervención de BEVSA es sustancial.

¿Con esto qué queremos trasmitir? Queremos trasmitir que BEVSA es una Bolsa, transa valores. Es muy importante en la transacción de valores; es el operador más importante en la transacción de valores en plaza pero, además de eso, hace muchísimas cosas más. Hace cosas tan valiosas como manejar el mercado de transacciones de préstamos interbancarios con los bancos públicos y privados, incluido el Banco Central, y manejar las transacciones en el mercado de cambios. No tenemos cifras oficiales del porcentaje del mercado de cambios uruguayo que pasa por BEVSA, pero debe estar muy por encima del porcentaje correspondiente al mercado de valores. Es decir que las transacciones fuera de

BEVSA representan un porcentaje muy pequeño del mercado. BEVSA presta, entonces, una cantidad de servicios tecnológicos.

Muchos de esos servicios no son operaciones de transacciones de valores; los cambios no son valores; el dinero no son valores; por lo tanto, podría entenderse que no tienen conexión con los mercados de valores, pero sí lo tienen con el gran mundo del mercado financiero en su conjunto y con las transacciones de productos financieros que se realizan en ese mercado. En ese sentido, BEVSA tiene un rol absolutamente protagónico.

Por tanto, vemos una amenaza en el actual artículo 87 del proyecto. Si como Bolsa solamente podemos realizar tareas relacionadas con el mercado de valores y conexas con éste, que sean aprobadas por el Banco Central, aun con la mejor benevolencia de esta Institución, y aun con el criterio más amplio que pueda aplicar para dar autorizaciones, BEVSA no va a poder ser autorizada para continuar realizando muchas de las actividades mencionadas.

En este sentido, nosotros creemos que este es un tema muy complejo, para el cual no vemos una solución clara y segura, más allá de que la ley dé un marco de operativa más amplio, por lo menos, amparando las operaciones que hoy están radicadas en el mercado, que hoy funcionan, que son eficientes y sobre las cuales se apoya el sistema de cambios, de transferencias de dinero y transferencias dentro del sistema de pagos, y que de alguna manera permitan la viabilidad de este vehículo.

Por supuesto que hay soluciones para evaluar, como crear otros vehículos paralelos, o que algunas cosas pasen por otro lado, pero serán soluciones altísimamente ineficientes, que apuntarán al corazón de BEVSA, ya que apuntarán a estos tres pilares sobre los cuales el proyecto fue elaborado, es decir: valores, cambios y dinero. Sin esos tres pilares que funcionan tecnológicamente en el mismo sistema como productos de un mercado de oferta, pero que claramente no se restringen al concepto de valores que da la ley, el proyecto de BEVSA y esta arquitectura no va a funcionar. Creemos que solucionar este tema es tremendamente

importante, no solamente para los socios de BEVSA sino para una cantidad de operadores que circundan en el mercado, que se verían en muy serio riesgo.

Solicitamos concurrir a esta reunión en la Cámara de Diputados para plantear la necesidad de que por lo menos esta norma en particular, la del artículo 87, sea modificada, a fin de que no restrinja la operativa de las bolsas de valores a los valores, sino que permita ampliarla a otros instrumentos financieros, ya que hoy funciona y es lo que revela la realidad de BEVSA. Además, solicitamos se amplíe esa capacidad de autorización del Banco Central a otras actividades vinculadas también a instrumentos financieros, y que se respete finalmente la realidad del mercado, tutelando las actividades que hoy tienen y desarrollan las bolsas de valores. El caso paradigmático es la bolsa electrónica porque en la Bolsa de Valores de Montevideo no tiene una relevancia mayor. Además, solicitamos que se admitan estas actividades de carácter tecnológico que se brindan en función del soporte tecnológico que BEVSA tiene, que son una realidad muy importante dentro del mercado; además queremos advertir que se generaría una distorsión muy significativa a partir del hecho de que no se pudiera seguir realizándolas en virtud del marco de la nueva ley.

SEÑOR BARBIERI.- Luego de conocer la argumentación presentada en la Comisión de Hacienda del Senado, quería hacer un par de precisiones.

En primer lugar, las Bolsas no hacen intermediación. Lo que brindan son los ámbitos; no tienen posición ni fondos ni manejan órdenes para vendedores o compradores.

En segundo término, para las Bolsas, brindar servicios de información es una tarea propia. Hay informes, que puedo facilitar, en los que se constata que entre el 30% y 40% de los ingresos que reciben las Bolsas refiere a la venta de servicios. Estos datos son de poco más del año 2000 y quizás deban actualizarse, pero ilustran sobre la dimensión de lo que digo.

Esos son los dos comentarios. Es decir que no hay riesgo sistémico de ningún tipo ni afectación del ahorro público. La actividad de las Bolsas de valores no afectan el ahorro público.

SEÑOR DELGADO.- Conocía algo sobre la preocupación en el ámbito de la Bolsa Electrónica de Valores por este tema, sobre todo, por las actividades que no son precisamente mercado de valores electrónicos que maneja BEVSA que, por lo que tengo entendido, quizás es más importante, en cuanto a volumen, que el mercado de valores electrónico.

Acá tenemos un comparativo entre el artículo 87 que vino del Poder Ejecutivo y el que se aprobó en el Senado. La única diferencia es que la reglamentación prevista en el proyecto que viene del Poder Ejecutivo las dicta el Banco Central así como las autorizaciones, y en el que se aprobó en el Senado, cambia el Banco Central por la Superintendencia de Servicios Financieros.

Conociendo más o menos el tema, sabiendo de la preocupación que hay y conociendo que hay una serie de servicios que BEVSA o eventualmente otras actividades pueden tener, quiero preguntar si el problema está en la autorización que debe dar la Superintendencia o el Banco Central o porque se dice "actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores", o sea, que vincula las actividades conexas con la necesidad de desarrollo del mercado de valores. Cuando se dice "conexas", entiéndase en el amplio sentido de la palabra de todo lo que tiene que ver con lo financiero y no necesariamente vinculado al desarrollo del mercado de valores y en esa interpretación más laxa, perfectamente pueden estar incluidas varias de las actividades, o la totalidad, que BEVSA realiza hoy.

Por otra parte, quiero saber cuál es la situación de BEVSA hoy. ¿Tiene las autorizaciones del Banco Central? ¿En cuánto tiempo prescriben? ¿Ya hay un derecho adquirido en ese sentido? ¿Hasta qué fecha estaría funcionando? ¿Cómo la afectaría en el caso de que el proyecto se aprobara tal como viene del Senado?

SEÑOR OLIVERA.- Contestándole al Diputado quiero decir lo siguiente.

En primer lugar, lo que nos preocupa es que la Bolsa sea definida como un mercado que solamente opera valores porque, en última instancia, la realidad de BEVSA es que no opera solo valores; opera cambios y dinero. O sea que entender que el dinero y los cambios son conexos a los valores requeriría un grado de

creatividad e imaginación muy grande, un esfuerzo interpretativo muy importante. Eso lo asimilo vinculado estrechamente a la operativa, a la liquidación de las operaciones de valores, a la creación de una caja de valores y a ese tipo de cosas, pero no al dinero ni a los cambios que son un de los pilares sustanciales. En algún momento, el Banco Central nos dijo: "Esto lo solucionamos por la vía de la reglamentación". Tengo mis grandes dudas de que el Banco Central, más allá de los agentes puntuales que puedan decir hoy determinadas cosas, en el tiempo pueda sustentar una postura de esas y, por lo tanto, esto hoy es una amenaza a la operativa de BEVSA.

¿Qué ocurre hoy? Hoy BEVSA no está sujeta a ninguna autorización para hacer esto. Porque, en última instancia, la autorización de BEVSA para actuar como Bolsa de valores surgió de la propia Ley de Mercado de Valores del año 1996 que exoneró a las Bolsas de valores existentes de obtener autorización para operar como tales. O sea que su autorización surge de la ley.

En cuanto a la actividad de cambio y dinero no tiene que ser autorizada porque en principio es una actividad absolutamente libre. Lo que hace BEVSA no está sujeto a ningún tipo de reglamentación o de autorización de especie alguna. Lo que sí tiene BEVSA son sus manuales y reglamentos, que incluye reglamentos de valores, de cambio y de dinero, que fueron oportunamente presentados al Banco Central y aprobados por este. Y cada vez que se hace alguna modificación a esa reglamentación, es enviada al Banco Central y aprobada por este. Es decir que no hay autorizaciones a término ni ningún otro régimen en ciernes.

SEÑOR BARBIERI.- En cuanto a los otros servicios, BEVSA cuenta con contratos o con autorizaciones específicas.

En toda el área de sistema de pagos hay una parte, que no es el área de mercado de valores del Banco Central, en la que sí ha autorizado a BEVSA a la compensación electrónica, al sistema de pagos, funcionamiento de swift, etcétera. Eso lo ha tenido y opera en ese sentido.

SEÑOR ASTI.- El economista Barbieri habló sobre lo que iba a preguntar que refería a la vigencia de la nueva Ley del Sistema de Liquidación de Pagos y Valores. Quería saber si BEVSA dentro de esa ley había regulado o registrado su actividad, que era uno de los elementos importantes que en su momento nos habían llevado a aprobar esta iniciativa. De cualquier manera, él ya contestó mi pregunta.

SEÑOR BAYARDI.- Quiero entender bien la preocupación de BEVSA.

Acá hay una plataforma sofisticada que implica una inversión importante y que presta servicios que no tienen que ver con el tema valores y manejo del mercado de valores. Entonces, más allá de la conveniencia o inconveniencia o de problemas filosóficos, concentrándonos en el tema, BEVSA entiende que esto es potencialmente limitativo de las actividades que realiza y que quedaría sujeta a la discrecionalidad de este o de cualquier Banco Central en cuanto a que habilite o no su actuación y que eso sería una espada de Damocles sobre las actividades de la institución.

Eso es lo que interpreto como preocupación central.

SEÑOR OLIVERA.- La aproximación que hace el señor Diputado Bayardi es absolutamente correcta, pero yo daría un paso más; inclusive, como jurista, yo tengo mis grandes dudas en cuanto a que con este texto que se pretende aprobar el Banco Central esté en condiciones de darme las autorizaciones para que yo siga haciendo lo que hoy hago. Esa es mi gran preocupación: no solamente quedar sujeto a la discrecionalidad del organismo regulador hoy no lo estoy; sería un tema realmente preocupante, sino que, asumiendo y descontando la mejor buena voluntad del Banco Central, tengo mis dudas de que con esta redacción el organismo esté en condiciones de darme las autorizaciones que necesito. Ese es el punto.

SEÑOR BAYARDI.- Casi no tengo dudas al respecto considerando una lectura pie de letrista; por eso hablaba de discrecionalidad a los efectos de habilitar el funcionamiento de BEVSA en la cantidad de actividades que está desarrollando.

Acá hay una plataforma tecnológica de la cual BEVSA es propietaria y a través de la cual se negocia en el mercado de valores y se brindan otros servicios. Hasta ahora no he encontrado una respuesta del Banco Central en su comparecencia al Senado; inclusive, comentaba al señor Diputado Asti que hubiera sido bueno que comparecieran después para poder evacuar estas dudas que surgen de las conversaciones, porque me parece que hay lógica en el planteo que ustedes realizan. Aclaro que no tengo acá y no vi las respuestas que pudieran haber habido con respecto a este tema; no sé si alguno de los señores legisladores las han visto. En realidad, podría ser me lo estoy preguntando o pensando que BEVSA manejara el mercado de valores y que las otras cosas operaran en una empresa que terminaría administrando la plataforma a través de la cual se brindan otros servicios y que pudiera ser un área de rentabilidad de BEVSA. No sé si se entiende lo que quiero decir: hay un área de explotación de una plataforma tecnológica propiedad de BEVSA; es dueña de la Bolsa electrónica de valores, como lo es en realidad no sé si lo son o no; no quiero meterme en eso, por ejemplo, del bien inmueble en el que están asentados. Entonces, es dueña de ese bien inmueble, patrimonio de BEVSA, y también de la plataforma tecnológica a través de la cual se brindan otros servicios. Digo esto porque entiendo perfectamente las dudas que pueden existir desde el punto de vista jurídico; no sé si es posible esa hipótesis en la cual BEVSA, que es dueña de tantas cosas, puede ser dueña de la plataforma tecnológica y las acciones que no necesariamente tienen que ver con la negociación de valores pueden correr por un emprendimiento del cual BEVSA puede tener rentabilidad.

SEÑOR OLIVERA.- Efectivamente, lo que plantea el señor Diputado Bayardi es un aporte muy inteligente. De hecho, BEVSA ya ha venido avanzando en ese sentido. Hay una sociedad, llamada URUTEC, que es ciento por ciento propiedad de BEVSA, a la cual eventualmente tenemos previsto pasar algunos de estos contratos.

La opción que plantea el señor Diputado, a nuestro juicio, encuentra dificultades prácticas, no con algunos de estos contratos, que tal vez podamos manejar a través de una sociedad separada, sino con respecto al corazón de BEVSA. Me gustaría trasmitirles, en la forma más elocuente posible, cómo funciona esto. Los tres mercados de BEVSA son tres tipos de productos que operan con la misma base tecnológica, con los mismos operadores, con el mismo software, con las mismas reglas, con la misma supervisión, con absolutamente todos los mismos recursos, también los recursos humanos. Teniendo en cuenta todo esto, partir esto en dos ejercicios que intelectualmente hemos hecho, desde el punto de vista práctico es casi imposible. Por otra parte, si BEVSA termina prestando el servicio tecnológico de soporte a otra sociedad paralela que hace alguna de las otras cosas de BEVSA, de todas maneras estaría haciendo algo que no es bursátil, porque estaría vendiendo software o espacio de computación, lo que podría llegar a merecer las mismas objeciones que hoy estamos planteando como amenazas en el ámbito de la ley.

Nosotros tenemos la mejor disposición para arreglar estos esquemas y no crear una complicación en ese sentido, porque nos hacemos cargo de la instancia en que está la ley y de las dificultades que esto plantea, pero teniendo en cuenta el corazón de la operativa de BEVSA, ese trípode cambios, dinero y valores, entendemos que esto es prácticamente imposible, porque si bien desde el punto de vista legal el producto tiene una definición diferente, su forma operativa, hasta su forma de liquidación y el software en el cual se apoya prácticamente es similar. Hoy, en muchas bolsas del mundo se está transando cambios y dinero, de la misma manera que se transan valores; de manera que esto no es una peculiaridad de BEVSA. Lo que es peculiar es que de alguna manera se segmente el mercado, tratando de definir por separado algunos productos en forma independiente. Estoy tratando de transmitirles la idea; no se trata de actividades distintas, sino de productos distintos que tienen una definición jurídica distinta, pero un tratamiento similar. Inclusive, BEVSA es anterior a la ley de mercado de valores del año 1996, cuando el tema era libre, y no había ninguna diferencia tampoco en el esquema regulatorio del tratamiento de una operación de cambio, de una operación de "call" o de préstamo interbancario de dinero. Era lo mismo, porque se opera de la misma manera, se transa de la misma manera y se liquida de la misma manera.

SEÑOR ASTI.- Luego de estas últimas intervenciones del señor Diputado Bayardi y del doctor Olivera, limito mi pregunta o mi reflexión precisamente a lo que dice al pie de la letra el artículo 87. Aquí se dice que son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros de los medios necesarios. De manera que no dice "único objeto" u "objeto exclusivo", sino que habla de "objeto". Todos sabemos que las entidades comerciales, en particular, las instituciones de este tipo, como BEVSA, pueden tener más de un objeto. El artículo no dice que se trata de un único objeto. De la lectura y de la

interpretación que hace BEVSA del inciso final, que refiere a la autorización de otras actividades conexas, podría entenderse que se trate de un único objeto.

Al igual que el señor Diputado Bayardi, en este momento no encontramos una respuesta del Banco Central a este asunto; analizamos otros temas, fundamentalmente la discusión política realizada por los distintos integrantes de la Comisión y luego en el seno del plenario. Por supuesto, desde ya estoy pidiendo que se envíe a ese organismo la versión taquigráfica de esta reunión para que en la próxima sesión podamos tener una respuesta a este tema tan importante..Mi reflexión es que el hecho de que la ley no limite a un objeto exclusivo sino que diga "tendrán por objeto", a mi entender, no necesariamente implica que ese objeto sea exclusivo. En función de la interpretación que el legislador dé a este artículo luego de conversar con el Banco Central podríamos encontrar una solución para evitar que el proyecto vuelva nuevamente al Senado.

SEÑOR OLIVERA GARCÍA.- Agradezco el esfuerzo de interpretación. Más allá de que no dice "exclusivo", del texto del artículo surge que la intención es que no se dedique a otra cosa, y para hacerlo, tienen que ser conexas y requerir autorización. Además, la historia fidedigna de la sanción de esta norma que es un criterio interpretativo de la intención del legislador nos está jugando bastante en contra. Por lo que recuerdo, en el Senado la economista Rosario Patrón defendió el hecho de que las Bolsas debían tener un objeto exclusivo porque eso mejoraba la posibilidad de control por parte del Banco Central. Con ese antecedente y en ese contexto, me parece que si bien podemos hacer el esfuerzo interpretativo y sostener una postura ampliatoria en el sentido de que no sea "objeto exclusivo", el riesgo es muy alto. Por más que el Banco Central, con la mejor disposición, se nos haya adelantado para buscar por vía reglamentaria una solución, el problema es que esta resulta muy traída de los pelos. Además, seamos sinceros, las buenas voluntades y las posturas están vinculadas a los hombres que las manifiestan. Deberíamos tener un régimen que trascendiera a los hombres que puntualmente lo van a aplicar, para que con otros actores, otros intérpretes y en otro contexto no se termine interpretando otra cosa. De esa forma nos tememos que nos vamos a encontrar en una situación que cree un gravísimo perjuicio al funcionamiento de este producto que funciona muy buen y es muy eficiente para el mercado.

SEÑOR TAJAM.- Entiendo que la propuesta de BEVSA sobre el artículo de definición, que es el objeto principal de esta ley, sería no mantenerla sobre la operativa del mercado de valores. ¿Eso implicaría cambios en la normativa de regulación? ¿Al ensanchar esa definición puede haber consecuencias sobre la regulación, o aceptarían la regulación que tiene la ley?

SEÑOR OLIVERA GARCÍA.- Me parece que eso está dentro de las reglas de juego. Ampliar el ámbito de definición de la Bolsa implica que otras actividades que realicemos van a estar sujetas al mismo marco regulatorio y al mismo control. Eso no nos asusta. Hoy los principales operadores de los mercados de cambio y de valor, el Banco Central y el Banco de la República, actúan cómodamente, por lo que esto no nos preocupa en absoluto porque somos conscientes de que debe estar sujeto a un marco regulatorio. Hubiéramos preferido que fuera el marco de autorregulación de 1996, y de hecho está sujeto a un marco regulatorio, porque su funcionamiento está regulado por el Reglamento de BEVSA y los manuales que esta dicta, que fueron oportunamente sometidos al Banco Central para su aprobación.

SEÑOR TAJAM.- Entonces, la propuesta se remite exclusivamente a la definición.

SEÑOR OLIVERA GARCÍA.- Exactamente.

SEÑOR POSADA.- En primer lugar, creo que el proyecto a estudio no deja dudas de que el objetivo es exclusivamente regular la actividad vinculada al mercado de valores, entendiendo que se trata de la transacción de valores. Para mayor abundamiento está la referencia que hacía el doctor Olivera García a las manifestaciones de la contadora Rosario Patrón en oportunidad de la comparecencia del Banco Central a la sesión del 12 de mayo de este año, donde en referencia a este tema expresó lo siguiente: "En el proyecto de ley planteamos que la bolsa de valores debe tener objeto exclusivo, y nos referimos a que debe tener el objeto que tienen las bolsas de valores aquí y en cualquier parte del mundo, que es la intermediación entre la compra y la venta de valores. Además, se dice que operaciones conexas que

sean autorizadas por el Banco Central, también podrán ser realizadas por las bolsas. Por operaciones conexas probablemente" subrayo: probablemente "entendemos la operación de mesa de dinero y de cambios pero, en última instancia, esto también lo podrían hacer bajo una figura jurídica diferente, que no sea la de bolsa de valores. Podrían seguir haciendo esas operaciones, en realidad, aunque no las realizaran en tanto Bevsa; es más, el Banco Central ya le ha pedido que algunas de esas operaciones accesorias de servicios que brindan a los bancos sean llevadas a cabo con otra figura jurídica, y a este respecto tienen una empresa diferente con la cual empezaron a prestar esos servicios".

En cuanto a la visión que ha desarrollado el propio Banco Central, no hay dudas de que se apunta claramente a que toda esta regulación que contiene el proyecto esté orientada exclusivamente a lo que se entiende como bolsa de valores en un sentido estricto. En la medida en que este tema surge ahora y no lo tuvimos presente en la anterior comparecencia del Banco Central, deberíamos prever una nueva convocatoria a las autoridades por lo menos a quienes han trabajado en este proyecto a los efectos de compartir alguna valoración y, sobre todo, los argumentos que tiene el Banco al respecto, más allá de la posición que en definitiva tengamos sobre este punto en particular.

SEÑOR PRESIDENTE.- Enviaremos la versión taquigráfica de esta sesión a las autoridades del Banco Central y vamos a tomar decisión respecto a nuevas convocatorias.

SEÑOR OLIVERA GARCÍA.- Si es de utilidad para la Comisión, nosotros podríamos dejar a su disposición una propuesta de modificación del artículo 87. Si el señor Presidente lo desea podemos darle lectura para que quede constancia en la versión taquigráfica.

Dice así: "Las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros los medios necesarios para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores y otros instrumentos financieros mediante mecanismos de subasta pública, y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan de acuerdo con la ley y la reglamentación que dicte el Banco Central del Uruguay.- Podrán realizar otras actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores o vinculadas a su capacidad profesional o tecnológica, las que serán previamente autorizadas por el Banco Central del Uruguay.- Las bolsas de valores actualmente en funcionamiento podrán continuar con los servicios financieros y de carácter tecnológico que estén prestando a la fecha de vigencia de la presente ley. En estos casos solo bastará la comunicación al Banco Central del Uruguay".

Esa es la propuesta que queríamos formular.

SEÑOR PRESIDENTE.- La Comisión de Hacienda agradece la presencia de la delegación de BEVSA.

Se levanta la reunión.